

## ドイツ銀行とドレスナー銀行の合併構想とその破綻

ドイツ銀行とドレスナー銀行の合併構想は、2000年3月9日に発表されてから、1カ月も経たないうちに撤回された。今回の合併はその規模もさることながら、大胆な業務内容の見直しを含んでおり注目されただけに、あまりにもお粗末な結末に、失望感も強い。

### 1. 破綻した合併構想の内容

2000年3月9日、ドイツ銀行とドレスナー銀行が合併することを発表した。99年9月末の両行の総資産を単純に合計すると1.2兆ユーロ（約122兆円）となり、今秋発足するみずほフィナンシャルグループと並ぶ、世界最大級の銀行が生まれるはずであった（表1）。

新銀行名は「ドイツ銀行」を引き継ぐかわりに、新銀行のイメージ・カラーにドレスナーがこれまで利用してきた緑を採用し、当面は、「ドイツ・ドレスナー・グループ」という名称で営業すると発表された。

表1 欧州主要銀行の規模比較

<総資産（1998年末）>			<時価総額（2000年3月9日）>		
(100万ドル)			(100万ドル)		
順位	銀行名	総資産	順位	銀行名	時価総額
	ドイツ/ドレスナー	1,159,795	1	HSBC	94,791
1	ドイツ銀行	732,534		ドイツ/ドレスナー	73,866
2	BNP/パリバ	688,410	2	UBS	50,956
3	UBS	685,882	3	ドイツ銀行	48,110
4	クレディ・アグリコル	547,307	4	ロイズ TSB	45,649
5	ヒポ・フェラインス	524,288	5	クレディ・スイス	46,168
6	ABN アムロ	504,122	6	BBVA	43,487
7	HSBC	484,655	7	BSCH	39,161
8	クレディ・スイス	473,983	8	BNP/パリバ	37,059
9	ソシエテ・ジェネラル	447,545	9	パークレイズ	35,051
10	RBS/ナット・ウェスト	443,083	10	RBS/ナット・ウェスト	31,337
11	ドレスナー	427,261	12	ドレスナー	25,025
13	コメルツ	381,359	13	ヒポ・フェラインス	25,756
(参考)	みずほフィナンシャルグループ	1,125,291	17	コメルツ	21,878
	シティ・グループ	668,641	(参考)	みずほフィナンシャルグループ	77,911
				シティ・グループ	171,355

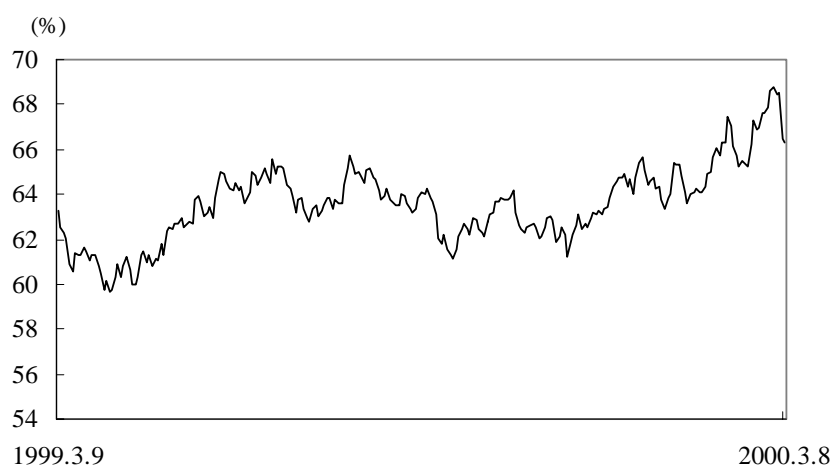
(注) 1. 99年以降に合併した銀行の総資産は合併行の単純合算により算出。

2. シティグループの時価総額のみ2000年3月8日の終値で計算。

(出所) The Banker 誌、Bloomberg より野村総合研究所ヨーロッパ作成。

両行は、今回の合併を対等合併として発表した。しかし、合併比率は、過去 1 年間の両行の時価総額の比率を元に計算し、ドイツ銀行 60 : ドレスナー銀行 40 から、ドイツ銀行 64 : ドレスナー銀行 36 の間で調整される予定だった。また、ブローカー (Rolf-E. Breuer) 現ドイツ銀行 CEO とウォルター (Bernhard Walter) 現ドレスナー銀行 CEO が、新銀行の共同 CEO に就任することになっていた。

図 1 両行の時価総額合計に占めるドイツ銀行の比率の推移



(注) 1999 年 6 月末の発行済み株式総数に基づいて算出。  
(出所) 野村総合研究所ヨーロッパ作成。

## 2. 合併の狙い

### 1) 大胆な業務内容の見直し

もし合併が実行されていれば、両行の営業地域、業務内容が似通っているため、お互いの類似部門を統合し、重複する人員や設備を削減することにより、大きな効率性の向上効果が期待された。しかし、今回の合併の狙いは効率性の向上に留まらない。両行は、合併を機に大胆な業務内容の見直しことを打出していたという点で、今回の合併は、これまで欧州各国で相次いできた大手銀行間の合併とは大きく異なったものであった。

新ドイツ銀行の重点分野は、①プライベート・バンキング、②中小企業金融、不動産融資、③投資銀行業務、④アセット・マネジメント、⑤グローバル・テクノロジー・サービス、の 5 点とされた。注目されるのは、この重点 5 分野に、マス・リテール金融サービスが含まれていなかったことである。

## 2) リテール業務からの脱却

リテール部門を重点部門から外すことは、今回の合併を機に行われる最も大きな見直しとなるはずであった。今回の合併に伴い、ドイツ銀行のリテール金融子会社であるドイツ・バンク 24 (Deutsche Bank 24) にドレスナー銀行のリテール部門を統合した上で、この子会社をバンク 24 と改称し、これを3年以内に公開することを目指していた。

公開後、新ドイツ銀行のバンク 24 に対する持ち分はわずかに 10%に留まるのに対し、アリアンツが最低でも発行済み株式の 32%を取得し、バンク 24 が公開する際に、自らの持ち分を 50%以上とするオプションを保有することとされた。

また、ドイツ銀行がアルフィナンツ戦略の一環として築いてきた生命保険子会社のドイチェ・ヘロルド (Deutscher Herold) の経営権もアリアンツに譲り、さらに、ドイツ銀行のアセット・マネジメント子会社で、国内最大の投信投資顧問会社である DWS 社、ミラノに本拠を置くイタリアのアセット・マネジメント子会社、フィナンサ&フトゥロ (Finanza & Futuro) もアリアンツに譲渡することでも合意していた。

ブロイアー、ウォルターの両 CEO は、最終的にバンク 24 を公開した後も 10%の持ち分は維持すること、バンク 24 を通じて自社の金融商品を販売していくことを強調し、今回の見直しの結果、リテール金融業務から一切手を引くというわけではないと、繰り返し主張していた。リテールに強い関心を持ち、また、欧州最大級の保険会社として個人顧客も多いアリアンツに充実したリテール網を維持させて、新ドイツ銀行が引き受けた株式や債券といった商品の販売ルートとして、利用しようという狙いであった。

新ドイツ銀行が自らリテール網を維持するのを諦めたのは、ドイツのリテール金融業務の高コスト体質が、ここ数年の努力にも関わらず、ほとんど改善しなかったことが一因となっていると考えられる。ドイツ銀行は、支店を地域の中核店舗とトランザクションのみを扱う支店、その中間形態の3種類に分けた上で、支店の数を削減するなど、支店経営の効率化に取り組んできた。しかし、ドイツ銀行のリテール金融部門のコスト・インカム比率は 76.4%にも達する。英国で最もコスト効率の悪いパークレイズでさえ、リテール部門の同比率は 68.2%、効率性の高さで評価の高いロイズ TSB の同比率は 51.1%である<sup>1</sup>。

リテール部門の効率が上がらないのは、公的金融機関のリテール金融市場でのシェアが高すぎるためという、自らの経営努力だけではいかんともし難い要因もあった。ドイツの民間銀行は EU 委員会に対して、公的金融機関に対する地方政府の補助を不当として提訴しており、EU 委員会も、民間銀行側を指示する決定を下したが、その結果、公的金融機関が業務範囲を制限されたり、民営化されるまでには、まだ長い時間を要するという判断もあったと思われる。

もう一つ、支店網の運営を断念した背景には、インターネットを利用したリテール金融

---

<sup>1</sup> ドイツ銀行は詳細な 99 年の決算をまだ公表していないので、98 年の実績で比較した。ドレスナーはセグメント情報を公表しておらず、算出不能。

サービスが、成功するという目論見を得たためとも考えられる。ドイツ銀行、ドレスナー銀行とも、2月に積極的なインターネット投資を発表している。リテール向けのインターネット・バンキングをバンク 24 との間でどのように分けるかはまだ明らかにされていなかった。

### 3) 投資銀行部門の強化

新ドイツ銀行の重点 5 部門には、中小企業貸付も含まれていた。しかし、合併に関するアナリスト・ミーティングで、両行の首脳は、中小企業向け貸付については、シナジー効果や収益性の向上効果を期待していないと語っており、企業向け金融サービスでは、投資銀行業務に最大の力点が置かれていた。ドイツ銀行の長い歴史の中で、初めて証券業務出身者として CEO に就任したブロイアー氏は、投資銀行業務へのこだわりを捨て切れなかったものと思われる。

欧州では、通貨統合前の期待通り、資本市場が急速に活発化している。敵対的買収を含む大型の M&A が増え、中小企業、ベンチャー企業の公開意欲も高まっている。社債市場が拡大し、ジャンク債や ABS 市場も次第に定着してきた。

一方で、欧州資本市場での仲介業務を、米系投資銀行に席卷されてしまうのではないかという懸念も、また現実のものとなっている。債券市場では、まだ米系投資銀行と伍して競争しているものの、ドイツ、ドレスナーの両行とも、株式関連業務やジャンク債業務では苦戦を強いられている。

表 2 欧州投資銀行業務におけるドイツ、ドレスナー銀行の位置づけ (1999 年)

<国際債引受ランキング>

(10 億ユーロ)

	金融機関名	金額
	ドイツ/ドレスナー	157
1	メリル・リンチ	136
2	モルガン・スタンレー	127
3	ソロモン・スミス・バーニー	116
4	ドイツ銀行	101
5	クレディ・スイス	98
11	ドレスナー銀行	56

<ユーロ債引受ランキング>

(10 億ユーロ)

	金融機関名	金額
	ドイツ/ドレスナー	105
1	ドイツ銀行	69
2	モルガン・スタンレー	68
3	メリル・リンチ	60
4	ウォーバーグ・ディロン・リード	55
11	ドレスナー銀行	36

<欧州 IPO 引受>

(10 億ユーロ)

	金融機関名	金額
	ドイツ/ドレスナー	25.4
1	ゴールドマン・サックス	20.7
2	モルガン・スタンレー	19.8
3	ドイツ銀行	16.6
4	メディオバンカ	14.1
9	ドレスナー銀行	8.7

<欧州 M&A アドバイザー>

(10 億ユーロ)

	金融機関名	金額
1	ゴールドマン・サックス	424
2	モルガン・スタンレー	372
3	メリル・リンチ	241
4	JPモルガン	199
5	ドイツ/ドレスナー	180
10	ドレスナー銀行	101
14	ドイツ銀行	79

(出所) 両行発表資料

これまでに、ドイツ銀行は、モルガン・グレンフェル、バンカーズ・トラストを、ドレスナーはクラインウォート・ベンソンをそれぞれ買収したものの、コストの上昇やカルチャーの違いによる実績の伸び悩みばかりが取り沙汰されてきた。しかし、両行の投資銀行業務強化も少しずつ実を結んでいる。特に、ドイツ銀行の投資銀行部門は、この1月にユーロマネー誌が発表した投資銀行ランキングでは<sup>2</sup>、前年首位だったウォーバーグ・ディロン・リードや米系投資銀行を抑え、首位を奪った。ドレスナーKBの全体評価は13位とまだ低い、引受では14位から10位、アドバイザーでは22位から12位と大きく順位を上げた。

詳細な発表が行われるまでは、合併後、クラインウォート・ベンソンを売却するという噂も流れたが、両首脳は強い口調でこれを否定した。しかし、結局は、クラインウォート・ベンソンの売却を望んだドイツ銀行側と、それに合意できないドレスナー側が合意できず、合併構想の破綻につながった(後述)。

#### 4) アセット・マネジメントの強化

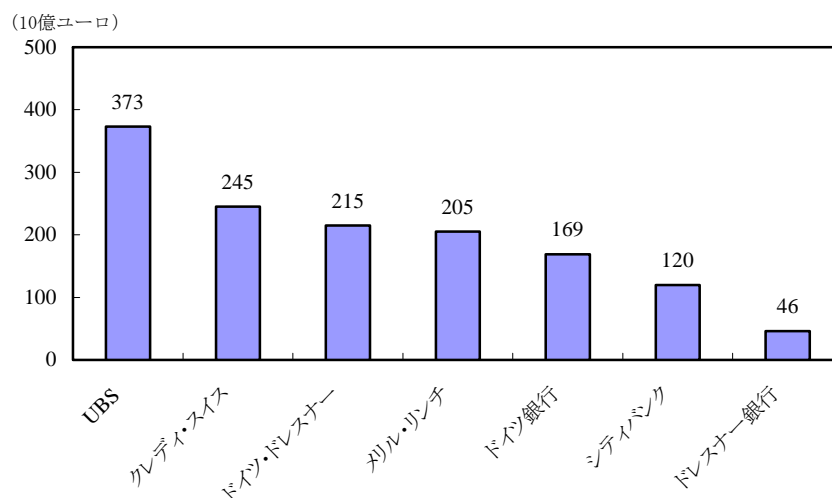
プライベート・バンキングや機関投資家向け資産運用業務を重点に挙げる新ドイツ銀行にとって、国内最大の投信投資顧問会社であるDWSを手放すのは、本来、避けたい決断であった。しかし、DWSとドレスナー銀行のアセット・マネジメント子会社であるDITを統合すると、国内で独占禁止法に抵触するため、やむを得ず、アリアンツに売却することを選択した。

新ドイツ銀行は、プライベート・バンキング部門で、預かり資産がUBS、クレディ・スイスの2行に次いで、第3位となる見込みだった(図2)。プライベート・バンキング業務では、旧UBSとSBCが合併した際に、顧客の流出が起きた。この点について、新ドイツ

<sup>2</sup> 欧州市場を対象とした、引受、トレーディング、アドバイザーの3部門の総合ランキング。米国での業務はカウントされていない。

銀行は、規模の拡大が顧客の流出を招いたのではなく、統合の過程で、担当のプライベート・バンカーが何度も交代することになったことが原因とし、顧客対応に十分配慮しながら、統合作業を進めていく方針を明らかにしていた。新ドイツ銀行は、リテールとは別に、プライベート・バンキングのための拠点を内外に600擁している。これまでに、両行とも、マス・リテールと富裕層向けの金融ビジネスは分けており、今回の再編による混乱はないとしていた。

図2 プライベート・バンキング預かり資産残高比較（1998年末）



(出所) 両行発表資料

## 5) グローバル・テクノロジー・サービス

ドイツ銀行は、バンカーズ・トラストを買収した際に、カストディ業務の強化を打ち出した。国際証券取引の拡大や証券決済期間の短縮により、カストディ業務の重要性は高まっている。証券貸借業務の需要もこれまで以上に高まることが予想される。この分野では、規模の経済を迫るため、大手の寡占化も進んでいる。新ドイツ銀行のカストディ資産は4.7兆ユーロに達し、世界第3位のチェース・マンハッタンに肉薄する予定だった。

グローバル・テクノロジー・サービス部門は、カストディ業務だけではもちろんない。ドイツ銀行は、2月21日に発表したインターネット戦略において、インターネットを利用した商取引の拡大に伴い、取引の決済など、必要不可欠な金融サービスを提供していくことを明らかにしていた。いわゆるb2b、b2c取引のインフラを提供するという新しい事業も、この部門に含まれることになっていた。

## 6) 合理化

両行は、今回の合併によるコスト削減効果を、年間 29 億ユーロと見込んでいた。これは、99 年の両行のコスト合計の 13% に当たる。3 年後にはコスト削減効果をフルに実現することを見込んでいた。

表 3 部門別合理化計画

(100 万ユーロ、人)

	削減コスト	(%)	人員削減数	(%)
IT	950	33.2	3,700	22.7
個人顧客部門	510	17.8	5,900	36.2
投資銀行部門	400	14.0	1,600	9.8
中小企業部門	450	15.7	3,000	18.4
本社機構	220	7.7	1,300	8.0
その他	330	11.5	800	4.9
合計	2,860	100.0	16,300	100.0

(出所) 両行発表資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成

コスト削減効果における IT 部門の寄与が大きいのは、フロント、バック・オフィスのシステム統合効果に加え、両行が予定していたインターネット投資の重複も省けるからである。

また、両行合わせて 2,500 ある国内の支店は、1,700 に統合される予定だった。

## 3. 合併の検討を後押しした要因

### 1) アリアンツの存在

これまで既に述べてきた通り、今回のドイツ銀行とドレスナー銀行の合併には、アリアンツが深く関わっていた。ドレスナーの発行済み株式の 20% 以上を保有するアリアンツが合意しない限り、今回の合併は成立しなかった。

DWS やドイチェ・ヘロルドに加え、ドイツ・バンク 24 の 49% まで、アリアンツに売却するのは、アリアンツにドレスナー株を売却させるためにはやむを得ない代償だった。両行のリテール支店網はコストが高いことや、DWS の売却は独禁法上仕方のなかったという要因があったとはいえ、アリアンツの存在がなければ、リテール金融業務を重要な柱としてきた両行が、今回のような大きな決断を下すのは容易ではなかっただろう。

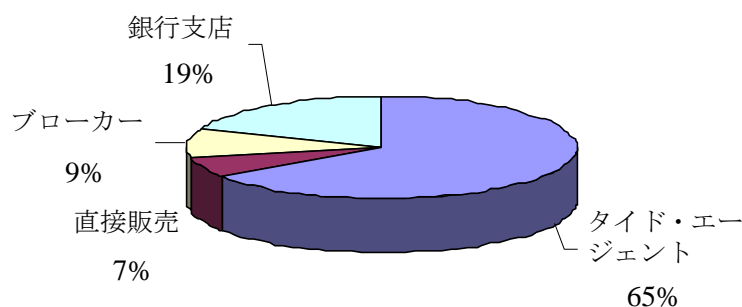
個人向けの総合的な資産運用サービス機関になることを目指しているアリアンツにとっ

て、ドイツ国内の支店網と DWS を手に入れるのは、大きな成果であり、今回の合併の最大の勝者はアリアンツであると言われたほどであった。合併に関する公式発表後、両行の株価が下落した一方で、アリアンツの株価は上昇していた。

ドイツでも、高齢化が進み、公的年金に対する不安が強まる中で、生命保険、個人年金、投資信託の需要は、今後さらに高まると見られており、長期投資商品市場は拡大の余地が大きい。金利の低下と株価の上昇により、投資信託の人気も高まっている。

しかし、アリアンツの保険商品の販売チャネルは、タイド・エージェントが中心となっており（図 3）<sup>3</sup>、彼らはこれまで長い間扱ってきた伝統的な保険商品の販売から離れようとしなかったり、リスクが相対的に高い商品を扱おうとしないため、新型の商品や投資信託の販売チャネルの開拓に課題を抱えていた。アリアンツは、バンク 24 の支店網が、販売チャネル拡充に大きく貢献することを期待していた。

図 3 アリアンツの生命保険の販売チャネル（1998 年）



（出所）フィナンシャル・タイムズ

## 2) 税制改正

今回のディールは、昨年末に発表された、持合解消のための株式売却については、キャピタル・ゲイン課税を行わないという、ドイツ政府の決断がなければ実現しなかったことは、両 CEO とも認めている。まだ、この税制改正を盛り込んだ法案は国会を通過しておらず、いつまでに実現されるかは予断を許さない。

このためか、ドイツ銀行、ドレスナー銀行、アリアンツの 3 者は、このディールが、ド

<sup>3</sup> タイド・エージェントとは、一社の保険会社の商品のみを販売する代理人。複数社の保険を扱う販売代理人をブローカーとは区別される。



ドイツの国際金融センターとしての地位を高めることにつながると主張し、早急に税制改正を実現することを暗に求めていた。

ドイツ、ドレスナー両行の保有株式の含み益は、合計で 330 億ユーロに上る。両行は保有株式を積極的に売却する意向を、すでに昨年末から明らかにしていた。ドイツ銀行は、政策保有株をアクティブに運用するためのパートナーシップを昨年末に設立しており、それと同様のスキームを新ドイツ銀行も取り入れるものと見られていた。今回の合併により、今後の戦略の柔軟性が高まるというブローカー氏の発言は、330 億ユーロを国外大手行買収の原資としようという考えの現われでもあった。

### 3) その他の要因

ドイツ銀行のブローカーCEO は、2002 年には、CEO 職を辞任することを明らかにした。行内の定年規定にかかるためである。ドイツ銀行の将来を、自ら決めるには、時間が限られていたという点も、このようなタイミングで合併が発表された背景であろう。

また、インターネットを始めとする新チャネルの整備に、主要銀行が躍起になる中で、今なら、重複投資が避けられるという判断も働いたものと考えられる。

## 4. 破綻した合併計画

### 1) 破綻の経緯

以上のような合併計画は、合併後に誕生する銀行の規模もさることながら、大胆な事業の見直しを含んでいたために、大きな注目を集めた。しかし、発表後わずか 1 ヶ月も経たない 4 月 5 日、この計画は撤回された。

そのきっかけとなったのは、ドレスナー・クラインウーフト・ベンソンの位置づけに関する両行の反目である。合併に関する発表時点では、前述の通り、クラインウーフト・ベンソンの売却を、ドレスナーのウォルターCEO はもちろん、ドイツ銀行のブローカーCEO も「クラインウーフト・ベンソンは宝 (jewel) であり、それなしでは成功は覚束ない」と答えて、強く否定していた。しかし、14 日に両行の監査役会で今回の合併が認められたわずか 2 日後の 16 日、ブローカーCEO は、クラインウーフト・ベンソンの売却も検討していることを明らかにした。最終的には合併計画の破綻の原因になるほどの大きな問題について、これほど簡単に CEO の立場が変わるのは、あまりにも軽薄であるという批判は免れない。

しかも、重複部門が多すぎ統合は不可能であるということは、両行の投資銀行部門にとってみれば明らかであったようである。にも関わらず、合併計画が進められたのは、そも

そもこの計画がアリアンツによって作成されたものであり<sup>4</sup>、情報の漏洩を恐れ、この合併計画が両行とアリアンツのトップ数人だけで決められたためという見方が強い。また、計画の発表も同様の理由により、前倒しで行われたようである。ブロイアー氏が売却を検討し始めたのは、投資銀行部門のヘッドで次期 CEO と目されるアッカーマン氏からの強烈的な反対を受けたためという報道が事実とするなら、次期 CEO と目される人物さえ、今回の協議には参加していなかったということになる。これほど大きな合併劇が破綻する理由としては、拍子抜けするほど浅薄な理由である。

## 2) 両行への影響

今回の破綻を受けて、まず動いたのはドレスナー側であった。ウォルター氏に続き 3 人の取締役が辞任し<sup>5</sup>、新しい経営体制の整備を進めている。最大の課題が、人材流出が相次いだクラインウォート・ベンソンの体制立て直しである。一層の人材流出を防ぐため、ボーマス保証スキームに 5 億ユーロを充てることを発表したほか、投資銀行部門に、より大きな経営に関する裁量を与えることを明らかにした。また、すでにコメルツ銀行との合併も取り沙汰されている。

一方、ドイツ銀行は、DWS のアリアンツへの売却に反対して、アセット・マネジメント担当のドブソン取締役が辞任した以外には、大きな人材流出はない。他の国内銀行との合併模索については否定している。

ブロイアー氏が、クラインウォート・ベンソンの売却に簡単に傾いたということは、今回の合併による投資銀行部門の強化は、もともと期待していなかったということに他ならない。とすると、残る大きな狙いはリテール部門の再編、効率化であったということになる。すでに指摘した通り、確かにドイツ銀行のリテール部門の効率は低く、すでに自力での効率化には様々な手を尽くしてきたという判断があるとするならば、新たに何らかの手立てが必要となろう。しかし、国内再編には、何らかの形でアリアンツやミュンヘン再保険など、大株主の干渉があることが今回明らかになった。ドイツ銀行としても、取れる手段は限られている。

いずれにせよ、両行に対する信頼は大きく失われた。結果的には、「勝者はアリアンツ」とされる合併が進行しなかったことは、両行にとってはよかったのかもしれない。しかし、新たに明確な戦略を打ち出せない限り、両行の経営陣の迷走感は、そう簡単には拭い去ることはできない。

(落合 大輔)

<sup>4</sup> アリアンツは、この 1 月、政策保有株の積極運用のために、CFO としてゴールドマン・サックスから Achleitner 氏を引き抜いた。

<sup>5</sup> ウォルター氏は、今回の責任を取っての辞任であることを否定している。